

NO. 20, MEI 2007

ISSN 1410-5071

# JURNAL PENELITIAN

Diterbitkan oleh LPPM Universitas Sanata Dharma

Kisah di Balik Rubrik *Kontak Jodoh*

A. Supratiknya

Sikap Penyandang Gangguan Pendengaran

T. Priyo Widiyanto

Studi tentang Alasan-alasan Mahasiswa Menempuh Pendidikan Guru Para Mahasiswa Angkatan 2003, 2004, 2005, Program Studi D-II PGSD, JIP, FKIP, Universitas Sanata Dharma Yogyakarta

Wens Tanlain

Analisis Dampak Kebijakan Harga Padi dan Kebijakan Bea Masuk Impor Beras terhadap Permintaan dan Penawaran Beras di Indonesia Tahun 1983 - 2002

Yohanes Harsoyo dan Indra Darmawan

Pengujian Efisiensi Pasar Modal Bentuk Kuat Berdasarkan *Abnormal Return* Reksadana Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta

Rubiyatno

Efek Gliserol dan Propilenglikol sebagai Humektan dalam Formula Gel Sunscreen *Curcuma Mangga* Berbasis *Carboxymethyl Cellulose* (CMC)

Rini Dwiastuti

LEMBAGA PENELITIAN  
DAN PENGABDIAN KEPADA MASYARAKAT  
UNIVERSITAS SANATA DHARMA  
YOGYAKARTA

## DAFTAR ISI

<b>Kata Pengantar</b>	iii
<b>Daftar Isi</b>	v
<b>Kisah di Balik Rubrik <i>Kontak Jodoh</i></b>	1 ~ 24
A. Supratiknya	
<b>Sikap Penyandang Gangguan Pendengaran</b>	25 ~ 40
T. Priyo Widiyanto	
<b>Studi tentang Alasan-alasan Mahasiswa Menempuh Pendidikan Guru Para Mahasiswa Angkatan 2003, 2004, 2005, Program Studi D-II PGSD, JIP, FKIP, Universitas Sanata Dharma Yogyakarta</b>	41 ~ 69
Wens Tanlain	
<b>Analisis Dampak Kebijakan Harga Padi dan Kebijakan Bea Masuk Impor Beras terhadap Permintaan dan Penawaran Beras di Indonesia Tahun 1983 - 2002</b>	71 ~ 94
Yohanes Harsoyo dan Indra Darmawan	
<b>Pengujian Efisiensi Pasar Modal Bentuk Kuat Berdasarkan <i>Abnormal Return</i> Reksadana Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta</b>	95 ~ 115
Rubiyatno	
<b>Efek Gliserol dan Propilenglikol sebagai Humektan dalam Formula Gel Sunscreen <i>Curcuma Mangga</i> Berbasis <i>Carboxymethyl Cellulose</i> (CMC)</b>	117 ~ 137
Rini Dwiastuti	

**PENGUJIAN EFISIENSI  
PASAR MODAL BENTUK KUAT  
BERDASARKAN  
ABNORMAL RETURN REKSADANA  
STUDI EMPIRIS PADA BURSA EFEK  
JAKARTA**

Rubiyatno

**ABSTRACT**

*This study examined strong form Indonesian Capital Market at Jakarta Stock Exchange. This study can be used by investor to make decision in mutual fund investment. Moreover, it can be used to be input to make policy for Security Exchange Committee, Jakarta Stock Exchange, and emiten.*

*Population of this study is all stock mutual fund were listed in Jakarta Stock Exchange. Sampel were all population that data was complete all periode. Empirical examining of strong form capital market efficiency by find out mutual fund abnormal return in certain periode. Indonesian capital market is not strong form efficient yet, if in the certain periode, there is mutual abnormal return. Indonesian capital market is strong form efficient, if there is not mutual abnormal return.*

*Result of study shows that Indonesian capital market is strong form efficient. It is proved by there is not mutual abnormal return in observation periode.*

## 1. PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

Pasar modal mempunyai peran yang sangat penting sebagai wahana penyaluran dari pemodal (pihak yang kelebihan dana) dan perusahaan (pihak yang kekurangan dana) (Harianto dan Siswanto, 2001: 2). Pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang maupun modal sendiri baik oleh pemerintah maupun perusahaan swasta (Husnan, 1994: 1).

Pasar modal bertujuan untuk menunjang pelaksanaan pembangunan nasional dalam rangka meningkatkan kesejahteraan dan kemakmuran rakyat. Pasar modal mempunyai peranan strategis sebagai salah satu sumber pembiayaan bagi dunia usaha, termasuk usaha menengah dan kecil, sedangkan di sisi lain pasar modal merupakan wahana investasi bagi pemilik modal baik pemodal besar, menengah maupun kecil.

Salah satu fungsi utama pasar modal adalah sebagai sarana untuk memobilisasi dana yang bersumber dari masyarakat ke berbagai sektor dengan melaksanakan investasi. Investasi yang memberikan hasil dan nilai tambah bagi investor yang cermat, belum cukup. Investor selain menginginkan hasil dan nilai tambah juga mengharapkan tiap objek investasinya dapat diubah kembali menjadi uang dengan cepat. Investor menginginkan objek investasi yang *liquid*. Syarat utama yang diinginkan investor untuk bersedia menyalurkan dananya melalui pasar modal adalah perasaan aman akan investasi. Perasaan aman itu diperoleh karena investor memperoleh informasi yang jelas, wajar dan tepat waktu, sebagai dasar pengambilan keputusan investasinya.

Suatu informasi dianggap informatif jika mampu mengubah kepercayaan (*belief*) para pengambil keputusan. Suatu informasi yang baru akan membentuk suatu kepercayaan baru di kalangan investor. Kepercayaan baru ini akan mengubah perubahan permintaan dan penawaran surat-surat berharga, apabila pasar modal efisien maka kemungkinan akan mengubah harga surat-surat berharga tersebut. Keterkaitan antara informasi dan harga sekuritas di pasar modal dipaparkan dalam hipotesis efisiensi pasar modal. Secara informasi pasar modal efisien dibedakan oleh Fama menjadi pasar

efisien bentuk lemah, pasar efisien bentuk setengah kuat dan pasar efisien bentuk kuat (Jogiyanto, 1998: 284).

Pentingnya pasar modal efisien adalah para pemodal asing lebih terdorong dan tertarik pada pasar modal surat berharga domestik yang efisien dan *liquid*, lembaga-lembaga keuangan tidak akan khawatir tentang harga saham dengan kata lain lembaga keuangan memberikan kepercayaan terhadap harga pasar yang berlaku di pasar modal. Selain itu para investor tidak memerlukan sumber informasi lain karena informasi sudah direfleksikan pada harga saham. Hal yang penting juga adalah perusahaan dapat terbantu untuk memperoleh modal pada harga yang wajar (Sunariyah: 1997: 108-110).

Untuk itu menjadi penting mengetahui efisiensi pasar modal yang dapat dilakukan dengan melakukan pengujian efisiensi pasar modal. Masing-masing bentuk pasar modal efisien memiliki metode yang berbeda dalam pengujian. Pengujian pasar efisien bentuk kuat menjadi relevan untuk dilakukan dikarenakan sifat kumulatif dari efisiensi pasar modal yaitu jika pasar modal efisien bentuk kuat maka pasar modal juga efisien dalam bentuk setengah kuat dan lemah tetapi tidak sebaliknya. Salah satu metode untuk menguji efisiensi pasar modal dalam bentuk kuat adalah dengan melihat ada tidaknya abnormal return yang berlebihan dari reksadana.

### 1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian di atas maka penelitian ini menganalisis efisiensi pasar modal Indonesia bentuk kuat dengan melihat ada tidaknya abnormal return reksadana sehingga rumusan masalah penelitiannya sebagai berikut: Apakah Pasar Modal Indonesia tergolong efisien bentuk kuat?

### 1.3 Tujuan Penelitian dan Penelitian

Tujuan penelitian ini untuk mengetahui efisiensi pasar modal di Indonesia. Sedangkan penelitian akan bermanfaat:

1. Bagi investor; hasil penelitian berguna untuk membantu dalam mengambil keputusan dalam investasi di reksadana jika pasar tidak efisien dalam bentuk kuat maka investor harus lebih jeli dalam memilih reksa dana, yaitu reksa dana yang memiliki kinerja yang baik.

2. Bagi pihak-pihak yang berkepentingan terhadap pasar modal Indonesia seperti BAPEPAM, PT BEJ, calon emiten dan profesi terkait; hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan dalam meningkatkan perannya untuk memenuhi kebutuhan pihak pemakai informasi.

Bagi ilmu pengetahuan, hasil ini dapat menambah khasanah pustaka bagi yang berminat mendalami pengetahuan dalam bidang pasar modal.

## 2. LANDASAN TEORI

### 2.1 Efisiensi Pasar Modal di Indonesia

Penelitian yang dilakukan oleh Papilaya dan Palagung (1993) yang membahas informasi dihubungkan dengan keputusan yang diambil investor di pasar perdana pasar modal Indonesia. Hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa semua jenis informasi akuntansi dan bukan akuntansi tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi oleh investor. Hasil ini menunjukkan bahwa investor bersikap seperti *naïve investor* (Sunariyah, 1998: 36).

Penelitian lain oleh Suad Husnan dalam pengamatannya tentang perilaku harga saham selama tahun 1990 untuk melihat apakah efisien dalam bentuk lemah. Hasilnya menyimpulkan bahwa pasar modal Indonesia belum efisien dalam bentuk lemah (Husnan, 1996: 255). Sedangkan Suad Husnan dan Hanafi melakukan pengamatan terhadap penerbitan saham pertama kali. Hasilnya menunjukkan fenomena bahwa efisiensi informasi pasar modal bentuk setengah kuat masih belum terpenuhi (Suad Husnan, 1996: 259). Astawan melakukan pengujian efisiensi pasar modal Indonesia dengan *runs-test* dengan hasil bahwa pasar modal Indonesia baik dalam kondisi krisis maupun normal sudah efisien dalam bentuk lemah. Demikian juga dengan menguji koefisien korelasi antara perubahan harga saham periode sebelumnya dengan perubahan harga saham periode sekarang dengan hasil bahwa tidak ada hubungan, yang berarti bahwa pasar modal Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah (1999: 105-106).

Sedangkan Tri Gunarsih menyimpulkan bahwa pemodal tidak memanfaatkan laporan keuangan (informasi akuntansi) dalam melakukan investasinya. Kesimpulan yang diambil oleh Tri Gunarsih

tersebut diukur dengan kegiatan *perdagangan (trading volume activity)*, variabilitas return saham (*security return variability*) (1996: 40). Dari kesimpulan yang diambil oleh Gunarsih dapat diinterpretasikan bahwa informasi yang dipublikasikan tidak terefleksi dalam harga sekuritas sehingga dapat dikatakan bahwa pasar Indonesia belum dapat dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat.

Yan Arsyah menemukan bahwa tidak ada bukti yang cukup untuk mengatakan bahwa perubahan dividen mempengaruhi *future earning*. Hal tersebut menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia belum dapat dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat (Yan Arsyah, 1999: 146). Sedangkan Ekawijaya dan Nur Indriantoro (1999: 64) menyimpulkan bahwa pemecahan saham berpengaruh positif dan signifikan terhadap perubahan harga relatif. Hasil lain adalah dividen berpengaruh positif signifikan dengan perubahan harga saham relatif. Akan tetapi laba per lembar saham tidak memberikan pengaruh yang signifikan pada perubahan harga relatif. Penelitian lain yang dilakukan oleh Wiwik Utama dan Suharmadi (1998) menyimpulkan bahwa informasi penghasilan perusahaan mempunyai pengaruh terhadap harga saham, sehingga dapat diinterpretasikan bahwa pasar modal Indonesia telah efisien dalam menyerap informasi penghasilan perusahaan yang dipublikasikan (Wiwik Utama dan Suharmadi, 1998: 255).

### 2.2 Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

Pasar modal efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau kelompok yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat. Yang dimaksud dengan informasi privat adalah informasi yang tidak dipublikasi. Yang biasanya mengetahui informasi ini adalah pihak-pihak yang berhubungan dengan perusahaan emiten. Ada dugaan yang kuat bahwa manajer reksadana saham memiliki informasi yang tidak dipublikasikan atau informasi privat.

Metode yang dapat dilakukan untuk menguji efisiensi pasar modal dalam bentuk kuat adalah dengan melihat ada tidaknya *abnormal return* yang berlebihan dari reksadana. Jika reksadana



mampu mendapatkan *abnormal return* maka ini bertentangan dengan hipotesis pasar modal efisien karena kemungkinan manajer reksa dana mendapatkan informasi privat yang tidak dipublikasikan (Jogiyanto, 1998: 333). Berdasarkan uraian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis bahwa ada *abnormal return* reksadana saham di Pasar Modal Indonesia.

### 3. METODE PENELITIAN

#### 3.1 Jenis Data dan Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yang meliputi data harga reksadana dan Indeks Harga Saham Gabungan yang tersusun secara *time series* dalam waktu satu sampai dua tahun. Penelitian ini merupakan penelitian empiris di PT Bursa Efek Jakarta.

#### 3.2 Metode Pengumpulan Data

Pengumpulan data dilakukan dengan metode dokumentasi, yang dapat diperoleh dari Harian *Bisnis Indonesia*, *Kompas*, *JSX Monthly* dan Terbitan dari PT BEJ yang lain.

#### 3.3 Data yang Dibutuhkan

Data yang dibutuhkan adalah data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG dan Nilai Aktiva Bersih reksadana saham yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Kriteria sampel adalah reksadana yang memiliki data terlengkap dalam periode penelitian yaitu 2004-2005. Sedangkan periodisasi harga dan IHSG adalah data mingguan.

#### 3.4 Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat satu variabel yaitu abnormal return yang didapatkan dari selisih antara return yang sesungguhnya dengan return yang diharapkan. Definisi Operasional masing-masing istilah yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Abnormal Return adalah selisih antara return yang sesungguhnya dengan return yang diharapkan yang dihitung dengan *metode market adjusted model*.

2. Return realisasi adalah return reksadana yang diperoleh dari hasil perhitungan yang sungguh-sungguh terjadi.
3. Return yang diharapkan adalah return yang diharapkan belum terjadi, dalam hal ini akan ditentukan dari besarnya return pasar karena perhitungan abnormal return dengan *market adjusted model*.
4. Return pasar adalah return yang menggambarkan return yang diperoleh oleh seluruh aktiva yang ada di pasar. Dalam hal ini diwakili dengan return pasar yang dihitung dari harga seluruh aset yang diperdagangkan dalam hal ini dipakai Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

#### 3.5 Teknik Analisis Data

Populasi dalam penelitian ini adalah reksadana saham. Dari seluruh anggota populasi akan diambil beberapa sampel untuk diteliti dengan kriteria dari data lengkap dalam tahun 2004-2005 yang ada di Harian *Kompas*. Pengujian empiris efisiensi pasar modal bentuk kuat dilakukan dengan menguji ada tidaknya abnormal return yang dimiliki oleh reksadana pada periode tertentu yang merupakan periode pengamatan. Adapun langkah-langkah dalam melakukan analisis adalah sebagai berikut:

1. Menyajikan data harga reksadana saham
2. Menghitung return mingguan reksadana ( $R_{it}$ ) masing-masing reksadana dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

dimana:

$P_{it}$  = harga reksadana minggu ini

$P_{t-1}$  = harga reksadana satu minggu sebelumnya

3. Menghitung tingkat keuntungan pasar ( $R_{mt}$ ).

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

IHSG<sub>t</sub> = Indeks Harga Saham Gabungan pada akhir minggu  
 IHSG<sub>t-1</sub> = Indeks Harga Saham Gabungan pada awal minggu

4. Menghitung Abnormal Return (AR) dengan *Market Adjusted Model*

$$AR = R_{it} - R_{mt}$$

AR = Abnormal Return

5. Menghitung Rata-rata Abnormal Return (AAR) dengan rumus:

$$AAR = \frac{\sum_{t=0}^k AR_t}{k}$$

k = jumlah reksadana

6. Melakukan uji signifikansi Rata-rata Abnormal return masing periode pengamatan dengan bantuan program komputer SPSS 11.00 dengan  $\alpha = 5\%$
7. Menghitung Kumulatif Abnormal Return (CAR) masing - masing reksadana pada masing-masing periode dengan cara menjumlah abnormal return pada waktu pengamatan dengan abnormal return periode-periode sebelumnya.
8. Menghitung Rata-rata Kumulatif Abnormal Return (Rata-rata CAR) dengan rumus:

$$\text{rata-rata CAR} = \frac{\sum_{t=0}^k CAR_t}{k}$$

k = jumlah reksadana

9. Melakukan uji signifikansi Rata-rata Kumulatif Abnormal Return masing periode pengamatan dengan bantuan program komputer SPSS 11.00 dengan  $\alpha = 5\%$

## 4. HASIL PENELITIAN

### 4.1 Data Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yang meliputi data harga reksadana dan Indeks Harga Saham Gabungan yang tersusun secara *time series* dalam waktu dua tahun yakni periode 16 Februari 2004 sampai 5 Desember 2005 dimana data diambil secara mingguan yaitu setiap hari Senin kecuali jika ada hari libur bursa sehingga terdapat 86 minggu (periode). Sampel reksadana terpilih adalah 19 reksadana saham dari keseluruhan reksadana saham adalah reksadana saham yang terdaftar dalam periode tersebut secara konsisten seperti terlihat pada tabel 1. Dalam pengambilan sampel ini sebenarnya peneliti mendapatkan 23 reksadana akan tetapi, 3 reksadana yakni Schroder Dana Istimewa, Firststate Indoequity Sectoral Fund dan Saham BUMN baru terdaftar pada bulan Februari tahun 2005, sedangkan Reksadana Niaga Saham tidak terdaftar lagi sejak bulan Juli tahun 2005.

Tabel 1. Reksadana Sampel Penelitian

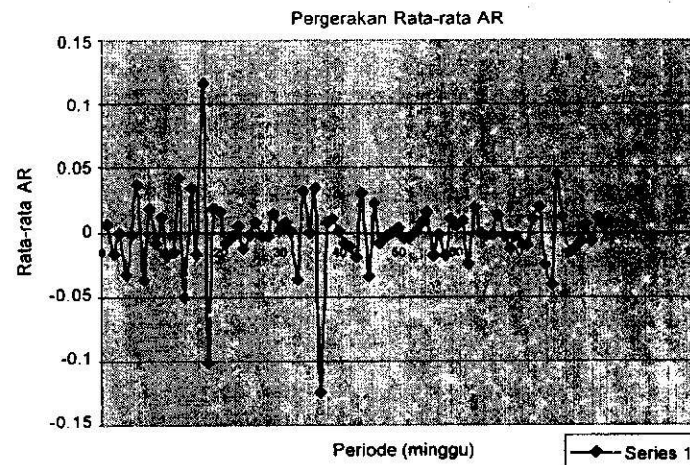
1	ABN Amro Dana Saham	11	Manulife Dana Saham
2	Arjuna	12	Master Dinamis
3	Bahana Dana Prima	13	Nikko Saham Nusantara
4	BIG Nusantara	14	Panin Dana Maksima
5	Bima	15	Phinisi Sana Saham
6	BNI Dana Berkembang	16	Platinum Saham
7	Citireksadana Ekuitas	17	Rencana Cerdas
8	Dana Megah Kapital	18	Schroder Dana Prestasi Plus
9	Dana Sentosa	19	Si Dana Saham
10	Danareksa Mawar		

### 4.2 Hasil Analisis Data

Setelah langkah-langkah analisis dilakukan maka hasil-hasil yang diperoleh adalah sebagai berikut:

1. Hasil perhitungan return mingguan reksadana ( $R_{it}$ ) masing-masing reksadana dan tingkat keuntungan pasar ( $R_{mt}$ ).
2. Hasil perhitungan Abnormal Return (AR) dengan *Market Adjusted Model* dan Rata-rata Abnormal Return (AAR).

Sedangkan grafik pergerakan rata-rata *abnormal return* pada periode pengamatan terlihat pada gambar 1.



Gambar 1. Pergerakan Rata-rata AR

Dari gambar terlihat bahwa rata-rata abnormal return mengalami pergerakan naik-turun di sekitar nilai nol dengan nilai terbesar positif 0,14 dan nilai terkecil negatif 0,13. Hal ini menunjukkan bahwa nilai rata-rata abnormal return mendekati nol meskipun ada nilai positif yang cukup tinggi tetapi pada periode berikutnya mengalami penurunan bahkan mencapai nilai negatif.

3. Hasil uji signifikansi Rata-rata Abnormal return masing masing periode pengamatan dengan bantuan program komputer SPSS 11.00 dengan  $\alpha = 5\%$  terlihat pada tabel 2.

Tabel 2. Hasil Uji Signifikansi Rata-Rata AR

	T	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence interval Interval of the Difference	
					Lower	Upper
VAR00001	1.651	18	.116	.005615	-.001532	.012762
VAR00002	-3.702	18	.002	-.016818	-.026360	-.007275
VAR00003	-.441	18	.664	-.001279	-.007367	.004810
VAR00004	-1.315	18	.205	-.032651	-.084807	.019505
VAR00005	-.958	18	.351	-.002357	-.007530	.002815
VAR00006	1.347	18	.195	.037508	-.020997	.096014
VAR00007	-.668	18	.512	-.037357	-.154796	.080082
VAR00008	3.000	18	.008	.018616	.005578	.031654
VAR00009	-2.116	18	.049	-.008787	-.017512	-.000062
VAR00010	1.801	18	.088	.011882	-.001975	.025739
VAR00011	-3.564	18	.002	-.018536	-.029463	-.007609
VAR00012	-1.715	18	.104	-.015684	-.034898	.003529
VAR00013	1.291	18	.213	.042339	-.026574	.111252
VAR00014	-1.415	18	.174	-.050066	-.124397	.024265
VAR00015	7.854	18	.000	.033760	.024730	.042790
VAR00016	-3.856	18	.001	-.016433	-.025387	-.007480
VAR00017	42.012	18	.000	.116918	.111071	.122765
VAR00018	-34.206	18	.000	-.101685	-.107930	-.095440
VAR00019	6.621	18	.000	.018079	.012342	.023816
VAR00020	3.042	18	.007	.015253	.004717	.025789
VAR00021	-3.290	18	.004	-.008117	-.013300	-.002935
VAR00022	-.696	18	.495	-.003929	-.015784	.007926
VAR00023	.702	18	.492	.004208	-.008385	.016801
VAR00024	-1.378	18	.185	-.012599	-.031810	.006613
VAR00025	-.656	18	.520	-.002396	-.010068	.005276
VAR00026	1.524	18	.145	.007286	-.002759	.017331
VAR00027	-.453	18	.656	-.002821	-.015893	.010250
VAR00028	-2.288	18	.034	-.003685	-.007070	-.000301
VAR00029	2.770	18	.013	.014039	.003393	.024686
VAR00030	.654	18	.522	.001920	-.004249	.008089
VAR00031	2.293	18	.034	.007979	.000670	.015287



VAR00032	.517	18	.611	.001260	-.003860	.006381
VAR00033	-.946	18	.357	-.037275	-.120042	.045491
VAR00034	1.394	18	.180	.031519	-.015972	.079010
VAR00035	-.004	18	.997	-.000010	-.006096	.006075
VAR00036	.933	18	.363	.034119	-.042706	.110943
VAR00037	-1.041	18	.311	-.123886	-.373800	.126027
VAR00038	1.732	18	.100	.007824	-.001664	.017312
VAR00039	2.614	18	.018	.010376	.002038	.018714
VAR00040	.104	18	.918	.000462	-.008856	.009779
VAR00041	-1.807	18	.087	-.008093	-.017500	.001315
VAR00042	-1.746	18	.098	-.011694	-.025764	.002377
VAR00043	-1.221	18	.238	-.019225	-.052299	.013848
VAR00044	2.494	18	.023	.030113	.004750	.055476
VAR00045	-1.218	18	.239	-.034790	-.094811	.025231
VAR00046	1.068	18	.299	.022350	-.021599	.066300
VAR00047	-2.443	18	.025	-.008685	-.016154	-.001216
VAR00048	-.728	18	.476	-.003087	-.011991	.005817
VAR00049	-.347	18	.732	-.000756	-.005333	.003820
VAR00050	.670	18	.511	.002863	-.006107	.011833
VAR00051	-1.227	18	.236	-.004966	-.013469	.003536
VAR00052	-.720	18	.481	-.005277	-.020671	.010117
VAR00053	.052	18	.959	.000461	-.018094	.019016
VAR00054	.887	18	.387	.007673	-.010501	.025847
VAR00055	3.455	18	.003	.016072	.006298	.025846
VAR00056	-5.644	18	.000	-.018027	-.024737	-.011317
VAR00057	-.808	18	.430	-.001558	-.005612	.002495
VAR00058	-2.326	18	.032	-.017646	-.033581	-.001711
VAR00059	1.578	18	.132	.010357	-.003430	.024145
VAR00060	1.340	18	.197	.004992	-.002835	.012819
VAR00061	2.780	18	.012	.008481	.002073	.014889
VAR00062	-5.122	18	.000	-.024868	-.035069	-.014667
VAR00063	11.927	18	.000	.020176	.016622	.023730
VAR00064	-.135	18	.894	-.000463	-.007667	.006741
VAR00065	-.615	18	.546	-.003957	-.017465	.009552
VAR00066	-.190	18	.852	-.001400	-.016889	.014089
VAR00067	1.028	18	.317	.012897	-.013452	.039246

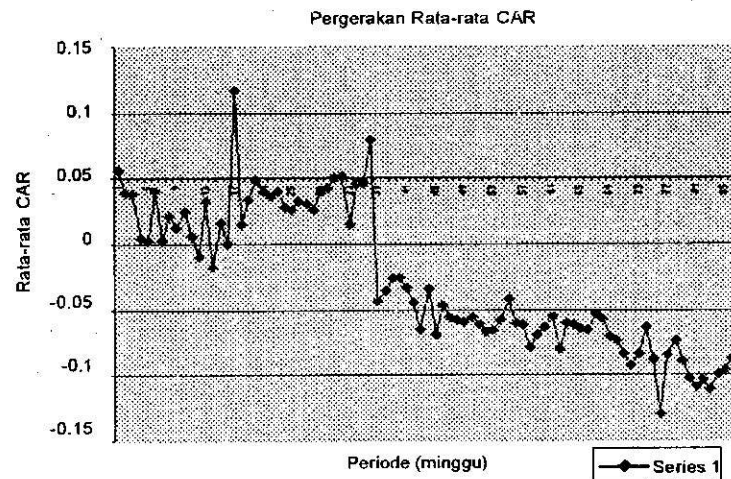
VAR00068	-.291	18	.774	-.003657	-.030062	.022749
VAR00069	-2.136	18	.047	-.013202	-.026189	-.000215
VAR00070	-.621	18	.542	-.003341	-.014639	.007957
VAR00071	-2.209	18	.040	-.010037	-.019583	-.000490
VAR00072	-3.039	18	.007	-.009539	-.016133	-.002944
VAR00073	1.829	18	.084	.009655	-.001433	.020743
VAR00074	2.719	18	.014	.019997	.004545	.035449
VAR00075	-2.501	18	.022	-.025151	-.046281	-.004021
VAR00076	-1.555	18	.137	-.041053	-.096509	.014404
VAR00077	2.319	18	.032	.044920	.004228	.085612
VAR00078	2.227	18	.039	.010769	.000609	.020928
VAR00079	-1.562	18	.136	-.015888	-.037252	.005476
VAR00080	-4.883	18	.000	-.012477	-.017845	-.007109
VAR00081	-3.007	18	.008	-.007149	-.012144	-.002154
VAR00082	4.251	18	.000	.005775	.002921	.008628
VAR00083	-2.427	18	.026	-.007428	-.013859	-.000998
VAR00084	4.043	18	.001	.011163	.005362	.016964
VAR00085	1.603	18	.126	.004387	-.001364	.010138
VAR00086	1.923	18	.070	.008131	-.000754	.017016

(Sumber: Diolah dari data)

Dari hasil analisis tersebut terlihat bahwa VAR 000001 menunjukkan periode (minggu) 1 dan seterusnya dimana terdapat 86 periode (minggu). Dari uji signifikansi terlihat bahwa adanya nilai abnormal return yang signifikan terjadi pada periode 15, 16, 17, 18, 19, 21, 55, 56, 62, 63, 80, 92 dan 84. Hal itu ditunjukkan dengan besarnya nilai sig.(2-tailed) yang lebih kecil dari 0,05 yakni besarnya  $\alpha$ . Sedangkan periode-periode yang lain menunjukkan tidak terdapat abnormal return, karena nilai nilai sig.(2-tailed) yang lebih besar dari 0,05 yakni besarnya  $\alpha$ .

- Hasil perhitungan Kumulatif Abnormal Return (CAR) masing-masing reksadana pada masing-masing periode dengan cara menjumlah abnormal return pada waktu pengamatan dengan abnormal return periode-periode sebelumnya dan Rata-rata Kumulatif *Abnormal Return* (Rata-rata CAR).

Sedangkan Gambar Pergerakan Rata-rata CAR dapat dilihat pada gambar 2.



Gambar 2. Pergerakan Rata-rata CAR

Dari gambar di atas terlihat bahwa rata-rata CAR secara umum menurun dari periode ke periode. Nilai rata-rata CAR nilai di sekitar nol, dengan nilai tertinggi positif 0,07 dan terendah negatif 0,17.

5. Hasil uji signifikansi Rata-rata Kumulatif *Abnormal Return* masing-masing periode pengamatan dengan bantuan program komputer SPSS 11.00 dengan  $\alpha = 5\%$ , dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 3. Hasil Uji Signifikansi Rata-Rata CAR

	T	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval Interval of the Difference	
					Lower	Upper
VAR00001	1.651	18	.116	.005615	-.001532	.012762
VAR00002	-2.639	18	.017	-.011202	-.020122	-.002282
VAR00003	-2.546	18	.020	-.012481	-.022782	-.002180
VAR00004	-1.712	18	.104	-.045132	-.100524	.010259
VAR00005	-1.794	18	.090	-.047489	-.103098	.008119

VAR00006	-.256	18	.801	-.009981	-.091886	.071923
VAR00007	-1.878	18	.077	-.047338	-.100289	.005612
VAR00008	-1.080	18	.294	-.028722	-.084604	.027160
VAR00009	-1.424	18	.172	-.037509	-.092868	.017849
VAR00010	-.918	18	.371	-.025628	-.084274	.033019
VAR00011	-1.683	18	.110	-.044164	-.099280	.010953
VAR00012	-2.218	18	.040	-.059848	-.116537	-.003159
VAR00013	-.473	18	.642	-.017509	-.095238	.060221
VAR00014	-1.544	18	.140	-.067575	-.159510	.024361
VAR00015	-.766	18	.453	-.033815	-.126531	.058901
VAR00016	-1.188	18	.250	-.050248	-.139116	.038620
VAR00017	1.544	18	.140	.066670	-.024019	.157358
VAR00018	-.831	18	.417	-.035016	-.123563	.053532
VAR00019	-.392	18	.700	-.016937	-.107729	.073855
VAR00020	-.038	18	.970	-.001683	-.095503	.092136
VAR00021	-.214	18	.833	-.009801	-.105987	.086386
VAR00022	-.283	18	.781	-.013730	-.115793	.088334
VAR00023	-.190	18	.851	-.009521	-.114767	.095724
VAR00024	-.496	18	.626	-.022120	-.115734	.071494
VAR00025	-.538	18	.597	-.024516	-.120211	.071179
VAR00026	-.383	18	.706	-.017230	-.111713	.077253
VAR00027	-.427	18	.675	-.020051	-.118785	.078682
VAR00028	-.502	18	.622	-.023736	-.123111	.075638
VAR00029	-.198	18	.846	-.009697	-.112827	.093432
VAR00030	-.157	18	.877	-.007777	-.111736	.096181
VAR00031	.004	18	.997	.000201	-.107389	.107791
VAR00032	.029	18	.977	.001462	-.104881	.107804
VAR00033	-.551	18	.588	-.035814	-.172370	.100743
VAR00034	-.078	18	.939	-.004295	-.119903	.111313
VAR00035	-.079	18	.938	-.004305	-.118886	.110275
VAR00036	.354	18	.727	.029814	-.147152	.206779
VAR00037	-1.561	18	.136	-.094073	-.220711	.032565
VAR00038	-1.440	18	.167	-.086249	-.212070	.039573
VAR00039	-1.283	18	.216	-.075873	-.200095	.048349
VAR00040	-1.277	18	.218	-.075411	-.199501	.048679
VAR00041	-1.417	18	.174	-.083504	-.207346	.040339

VAR00042	-1.577	18	.132	-.095197	-.222015	.031620
VAR00043	-1.785	18	.091	-.114423	-.249116	.020271
VAR00044	-1.462	18	.161	-.084310	-.205437	.036817
VAR00045	-1.907	18	.073	-.119100	-.250302	.012103
VAR00046	-1.594	18	.128	-.096750	-.224257	.030758
VAR00047	-1.703	18	.106	-.105434	-.235508	.024640
VAR00048	-1.744	18	.098	-.108522	-.239241	.022198
VAR00049	-1.745	18	.098	-.109278	-.240869	.022313
VAR00050	-1.715	18	.104	-.106415	-.236784	.023953
VAR00051	-1.778	18	.092	-.111382	-.242976	.020213
VAR00052	-1.794	18	.090	-.116659	-.253281	.019963
VAR00053	-1.679	18	.111	-.116198	-.261633	.029238
VAR00054	-1.655	18	.115	-.108524	-.246257	.029208
VAR00055	-1.375	18	.186	-.092453	-.233730	.048824
VAR00056	-1.639	18	.119	-.110480	-.252089	.031130
VAR00057	-1.661	18	.114	-.112038	-.253739	.029662
VAR00058	-1.886	18	.075	-.129684	-.274119	.014751
VAR00059	-1.740	18	.099	-.119326	-.263401	.024748
VAR00060	-1.659	18	.114	-.114334	-.259130	.030461
VAR00061	-1.521	18	.146	-.105853	-.252048	.040341
VAR00062	-1.872	18	.078	-.130721	-.277409	.015966
VAR00063	-1.571	18	.133	-.110545	-.258339	.037249
VAR00064	-1.568	18	.134	-.111009	-.259789	.037772
VAR00065	-1.608	18	.125	-.114965	-.265190	.035260
VAR00066	-1.627	18	.121	-.116365	-.266624	.033894
VAR00067	-1.404	18	.177	-.103468	-.258348	.051412
VAR00068	-1.476	18	.157	-.107125	-.259599	.045350
VAR00069	-1.688	18	.109	-.120327	-.270131	.029478
VAR00070	-1.699	18	.107	-.123667	-.276577	.029242
VAR00071	-1.818	18	.086	-.133704	-.288199	.020791
VAR00072	-1.907	18	.073	-.143243	-.301040	.014555
VAR00073	-1.779	18	.092	-.133588	-.291323	.024147
VAR00074	-1.506	18	.149	-.113591	-.272039	.044857
VAR00075	-1.874	18	.077	-.138742	-.294266	.016782
VAR00076	-2.404	18	.027	-.179795	-.336923	-.022667
VAR00077	-1.821	18	.085	-.134875	-.290501	.020752

VAR00078	-1.654	18	.115	-.124106	-.281735	.033523
VAR00079	-2.005	18	.060	-.139994	-.286704	.006717
VAR00080	-2.198	18	.041	-.152471	-.298192	-.006750
VAR00081	-2.292	18	.034	-.159620	-.305932	-.013308
VAR00082	-2.201	18	.041	-.153846	-.300697	-.006994
VAR00083	-2.302	18	.033	-.161274	-.308436	-.014112
VAR00084	-2.147	18	.046	-.150111	-.297008	-.003214
VAR00085	-2.066	18	.054	-.145724	-.293903	.002456
VAR00086	-1.943	18	.068	-.137593	-.286348	.011163

(Sumber: Diolah dari data)

Dari hasil uji signifikansi nilai rata-rata CAR dari masing-masing periode (minggu) terlihat bahwa ternyata selama periode pengamatan tidak ada satu periodepun yang signifikan. Hal ini ditunjukkan dengan besarnya nilai sig. (2tailed) yang semuanya lebih besar dari 0,05 pada setiap periode. Keadaan ini menunjukkan bahwa investor tidak mampu mendapat *cumulative abnormal return*.

#### 4.3 Pembahasan

Berdasarkan hasil analisis pada bagian sebelumnya yang terbukti bahwa investor tidak akan mampu mendapatkan *abnormal return*, baik dilihat dari rata-rata *abnormal return* maupun *cumulative abnormal return*. Seperti kita ketahui bahwa *abnormal return* merupakan kelebihan return sesungguhnya dari *return normal*. Maka besarnya *abnormal return* selain tergantung dari return realisasi yang dihitung dari pengamatan juga ditentukan oleh besarnya *return normal*.

*Return normal* merupakan return yang seharusnya atau return yang diharapkan, besarnya ditentukan dengan estimasi. *Return normal* besarnya dipengaruhi oleh model yang digunakan untuk mengestimasi. Penelitian ini menggunakan model *market adjusted model* untuk menentukan besarnya *return normal*, maka return normalnya digunakan *return* pasar yang dihitung dari return indeks harga saham gabungan. Indeks Harga Saham Gabungan tersebut menunjukkan pergerakan seluruh saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

*Abnormal return* reksadana tidak ada, artinya bahwa tidak ada selisih antara return realisasi dengan return yang diharapkan. Hal ini dapat dimaknai bahwa manajer reksadana tidak mampu mendapatkan keuntungan yang berlebihan dari pergerakan harga reksadana dibandingkan dengan return yang diharapkan, karena antara yang diharapkan dengan kenyataan sama.

Jika investor tidak memperoleh *abnormal return* reksadana dengan melakukan investasi dengan cara memperdagangkan reksadana maka investor diduga tidak mendapatkan informasi yang tidak dipublikasikan. Informasi yang tidak dipublikasikan adalah informasi yang hanya diketahui oleh pihak-pihak tertentu saja dari perusahaan misalnya manajer dan konsultan. Informasi yang dipublikasikan akan berbeda dengan informasi yang dipublikasikan misalnya pengumuman dividen atau penawaran perdana.

Dalam penelitian ini diduga bahwa manajer reksadana dianggap sebagai pihak yang memiliki informasi yang tidak dipublikasikan sehingga ada dugaan bahwa reksadana akan memiliki *abnormal return*. Reksadana yang diteliti adalah reksadana saham, yang besarnya return ditentukan dari pergerakan harga saham yang membentuk reksadana tersebut. Tetapi hasil penelitian menunjukkan bahwa reksadana tidak memiliki *abnormal return* sehingga dapat dianggap bahwa manajer reksadana tidak memiliki informasi yang tidak dipublikasikan. Sehingga jika reksadana tidak menghasilkan *abnormal return* maka sesuai dengan hipotesis pasar efisien.

## 5. KESIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data maka peneliti dapat menyimpulkan:

1. Berdasarkan nilai rata-rata *abnormal return*, maka investor tidak akan memperoleh *abnormal return* pada sebagian besar periode pengamatan.
2. Berdasarkan nilai *cumulative abnormal return*, investor tidak akan mendapatkan *abnormal return* pada semua periode pengamatan.

## Pengujian Efisiensi Pasar Modal Bentuk Kuat Berdasarkan ....

3. Secara informasi pasar modal Indonesia dapat dikatakan efisien dalam bentuk kuat.

### 5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini sangat sederhana sehingga memiliki beberapa keterbatasan antara lain:

1. Perhitungan *abnormal return* menggunakan metode *market adjusted model* yang menggunakan return pasar saham yang digunakan untuk sebagai *expected return*, dimana return realisasi dihubungkan dengan return seluruh pasar tanpa memperhatikan karakteristik masing-masing reksadana.
2. Jumlah pengamatan yang masih terbatas hanya 86 minggu dalam 2 tahun.

### 5.3 Saran

Setelah menyimpulkan dan melihat keterbatasan maka peneliti mengajukan beberapa saran yaitu:

1. Sebaiknya untuk penelitian selanjutnya digunakan metode penghitungan *abnormal return* yang mempertimbangkan karakteristik masing-masing reksadana, misalnya dengan model CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).
2. Sebaiknya untuk penelitian selanjutnya waktu penelitian diperpanjang sehingga akan didapatkan data yang lebih valid terutama adanya pengaruh sesaat yang mempengaruhi nilai aktiva bersih reksadana, misalnya ada kejadian yang secara umum mempengaruhi seluruh harga saham.
3. Sebaiknya bagi investor yang akan investasi untuk membeli dan menjual saham perlu menyadari bahwa adanya informasi privat tidak dapat digunakan untuk mendapatkan *abnormal return* dalam jangka pendek.



## DAFTAR PUSTAKA

- Bodie, Zvikane, Alex. 1996. *Investment*, 3<sup>rd</sup>. Irwin, New York.
- Frank J Fabozzi. 1995, Manajemen Investasi, (Terjemahan: Tim Penterjemah Salemba Empat) Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Harianto, Farid dan Siswanto Sudomo. 2001. *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi*, PT Bursa Efek Jakarta.
- Husnan, Suad. 1994. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, UPP AMP YKPN: Yogyakarta.
- Jogiyanto. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE: Yogyakarta.
- Jogiyanto. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Pertama, BPFE.
- Suad Husnan. 1996. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Kedua UPP AMP YKPN: Yogyakarta.
- Sunariyah. 1997. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, UPP AMP YKPN: Jakarta.
- Sunariyah. 1998. Tingkat Efisiensi Pasar Modal Indonesia, *Jurnal Manajemen, Ekonomi, dan Bisnis*, Volume 2 Nomor 3 hal. 31-42.
- Tri Gunarsih. 1996. *Trading Volume Activity dan Security Return Variability di Pasar Modal Indonesia Tahun Laporan Keuangan 1993*, Kompak, hlm. 28-42.
- Undang-undang Negara Republik Indonesia No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.
- Utama, Siddharta. 1992. Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Lemah di Bursa Efek Jakarta dengan Menggunakan Model Univariat Box Jenkins, *Usahawan* No 6 Tahun XXI.
- Wiwik, Utami dan Suharmadi. 1998. Pengaruh Informasi Penghasilan perusahaan terhadap Harga Saham di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol 1 No. 2 Juli, hal. 255-268.

- Yan Arsyah. 1999. Pengaruh Perubahan Dividen terhadap Future Earning, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Trisakti Jakarta, ISSN 1410-9875, hal. 134-148.
- Yohanes Gede Putra Astawan. 1999. Pengujian Efisiensi Pasar: Perbandingan Pada Dua Periode Yang Berbeda Dalam Pasar Modal Indonesia, *Skripsi S-1*, Fakultas Ekonomi, Universitas Sanata Dharma Yogyakarta.